



陕西交通控股集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号:信评委函字[2023]跟踪 1786 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	陕西交通控股集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 陕西交通 MTN007”、“22 陕西交通 MTN006”、 “22 陕西交通 MTN005B”、“22 陕西交通 MTN005A”、 “20 宝汉高速 MTN001”、“22 陕西交通 MTN004”、 “22 陕西交通 MTN003”、“22 陕西交通 MTN002B”、 “22 陕西交通 MTN002A”、“22 陕西交通 MTN001”、 “20 陕高速 MTN001”、“20 陕高速债/20 陕高速”、“18 陕交建永续期债/18 陕交 Y”、“18 陕交建 MTN002”、 “18 陕高速永续期债 01/18 陕高 Y1”、 “16 陕高速债 01”、“16 陕高速债 02”、 “16 陕高速永续期债 01/16 陕高 01”、 “15 陕交建 MTN001”、“14 陕交建 MTN002”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，中诚信国际认为陕西省交通区位优势突出，经济财政实力及金融资源较好，对陕西交通控股集团有限公司（以下简称“陕交控”、“公司”或“发行人”）的支持能力很强；公司作为陕西省最大的交通项目投融资建设及运营主体，承担陕西省所有收费还贷高速公路的投资、建设及运营管理，区域重要性程度很高，与陕西省政府维持高度的紧密关系，且以往支持力度很大，政府支持意愿很强。同时，中诚信国际认为公司高速公路建设及运营业务状况很好，加之多元化业务布局持续推进，公司收入及资产规模预计仍将保持增长，且能维持良好的金融机构合作关系及资本市场认可度，再融资能力保持强劲。同时需关注公司财务杠杆水平仍然较高，整合后的治理及管控对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，陕西交通控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司高速公路运营规模或通行费收入呈持续且不可逆大幅下降趋势；公司主要财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。

正面

- **良好的经济基础和展业环境。**陕西省整体经济形势向好，经济发展呈现稳步增长的态势，加之“十四五”期间高速公路建设仍有较大空间，为公司业务开展提供了良好的经济基础和展业环境。
- **地位重要性依然很高。**跟踪期内公司继续作为陕西省最大的交通项目投融资建设及运营主体，承担全省所有收费还贷高速公路的投资、建设及运营管理，且已运营的高速公路绝大多数属于国高网项目，地位重要性依然很高。
- **业务布局趋向多元化。**公司通过整合原陕西省高速公路建设集团公司（以下简称“陕高速”）、原陕西省交通建设集团公司（以下简称“陕交建”）、原陕西省交通投资集团有限公司（以下简称“陕交投”）以及陕西省交通运输厅（以下简称“陕西省交通厅”）及其下属单位无偿划拨的14户企业，形成了高速公路建设及运营板块、产业板块、投资板块、市政路桥施工板块、科技板块及公路服务区运营板块，多元化业务布局持续推进。

关注

- **财务杠杆水平仍然较高。**由于高速公路建设行业具有高负债的特性，跟踪期内，公司财务杠杆水平维持在较高水平，截至2023年3月末资产负债率接近70%，总资本化比率超过75%。
- **整合后的治理及管控仍有待关注。**公司整合事项基本完成，但由于所涉及的企业、相关人员数量及业务类型众多，后续业务协同及转型发展过程中能否有效发挥规模效应、实现利润最大化等，仍对公司的治理及经营水平提出较高要求，中诚信国际将对此保持持续关注。

项目负责人：陈 涛 tchen@ccxi.com.cn

项目组成员：吴昱影 yywu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

陕交控（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	5,248.99	5,454.37	5,734.46	5,792.36
所有者权益合计（亿元）	1,601.62	1,635.14	1,776.18	1,803.12
负债合计（亿元）	3,647.36	3,819.23	3,958.29	3,989.24
总债务（亿元）	3,929.05	3,975.91	4,132.11	4,144.67
营业总收入（亿元）	203.06	422.92	550.82	185.54
净利润（亿元）	-42.02	12.24	12.19	4.46
EBIT（亿元）	110.93	168.62	159.59	--
EBITDA（亿元）	121.49	177.91	170.65	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	58.89	175.58	168.50	34.66
营业毛利率（%）	58.54	46.82	34.21	25.85
总资产收益率（%）	2.11	3.15	2.85	--
EBIT 利润率（%）	54.63	39.87	28.97	--
资产负债率（%）	69.49	70.02	69.03	68.87
总资本化比率（%）	77.03	75.86	75.98	75.66
总债务/EBITDA（X）	32.34	22.35	24.21	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.73	1.04	1.07	--
FFO/总债务（X）	-0.01	0.00	0.00	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）陕西分所审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年模拟审计报告、经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1~3 月财务报表整理，其中 2020 年和 2021 年财务数据分别为 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时，将公司“其他应付款”、“其他流动负债”、“长期应付款”、“其他非流动负债”和“其他权益工具”中带息部分纳入债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

陕西交通控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/ 稳定	22 陕西交通 MTN007(AAA)	2022/10/17;	李春辉、陈涛	中诚信国际省级收费公路投资行业评级方法与模型 C220101_2022_04;	阅读全文
		2022/07/08		中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/ 稳定	22 陕西交通 MTN006(AAA)	2022/08/25;	李春辉、陈涛	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
		2022/07/08		中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/ 稳定	22 陕西交通 MTN005B(AAA)	2022/07/26;	李春辉、陈涛	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
		2022/07/08		中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/ 稳定	22 陕西交通 MTN005A(AAA)	2022/07/26;	李春辉、陈涛	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
		2022/07/08		中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/ 稳定	20 宝汉高速 MTN001(AAA)	2022/07/13	李春辉、陈涛	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
		2022/07/11;		中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/ 稳定	22 陕西交通 MTN004(AAA)	2022/07/08	李春辉、陈涛	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
		2022/05/31;		中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/ 稳定	22 陕西交通 MTN003(AAA)	2021/07/13	李春辉、夏雪、陈涛	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
		2022/05/13		中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/ 稳定	22 陕西交通 MTN002B	2022/05/13	李春辉、陈涛	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方法与模型 C250101_2019_03	阅读全文

稳定	(AAA)	18; 2021/07/ 13	涛; 李春辉、夏 雪、陈涛	法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/ 稳定	22 陕西交通 MTN002A (AAA)	18; 2021/07/ 13	涛; 李春辉、夏 雪、陈涛	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方 法与模型 C250101_2019_03	阅读全文 阅读全文
AAA/ 稳定	22 陕西交通 MTN001 (AAA) 20 陕高速 MTN001 (AAA) 20 陕高速债/20 陕高速 (AAA) 18 陕交建可续期债/18 陕交 Y (AAA) 18 陕交建 MTN002 (AAA) 18 陕高速可续期债 01/18 陕 高 Y1 (AAA) 16 陕高速债 01 (AAA) 16 陕高速债 02 (AAA) 16 陕高速可续期债 01/16 陕 高 01 (AAA) 14 陕交建 MTN002 (AAA) 15 陕交建 MTN001 (AAA)	2022/06/ 14	李春辉、陈涛	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方 法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/ 稳定	22 陕西交通 MTN001 (AAA)	2022/01/ 07; 2021/07/ 13	李春辉、夏 雪; 李春辉、夏 雪、陈涛	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方 法与模型 C250101_2019_03	阅读全文 阅读全文
AAA/ 稳定	20 陕高速 MTN001 (AAA)	2020/10/ 12	李春辉、夏 雪、李转波	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方 法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/ 稳定	20 陕高速债/20 陕高速 (AAA)	2020/06/ 03	周飞、陈涛	中诚信国际收费公路行业（省级交通投资）评级方 法与模型 C250101_2019_03	阅读全文
AAA/ 稳定	18 陕交建可续期债/18 陕交 Y (AAA)	2018/09/ 29	曹闰、李转 波、丁静静	中诚信国际收费公路行业评级方法 070201_2017_02	阅读全文
AAA/ 稳定	18 陕交建 MTN002 (AAA)	2018/08/ 06	曹闰、丁宸、 李转波	中诚信国际收费公路行业评级方法 070201_2017_02	阅读全文
AAA/ 稳定	18 陕高速可续期债 01/18 陕 高 Y1 (AAA)	2018/05/ 11	曹闰、丁宸	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费 公路）CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/ 稳定	16 陕高速债 01 (AAA) 16 陕高速债 02 (AAA) 16 陕高速可续期债 01/16 陕 高 01 (AAA)	2017/06/ 23	揭晓小、齐芯	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费 公路）CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AAA/ 稳定	14 陕交建 MTN002 (AAA) 15 陕交建 MTN001 (AAA)	2017/06/ 23	揭晓小、齐芯	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费 公路）CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AA+/ 稳定	16 陕高速债 02 (AA+)	2016/12/ 13	曹闰、揭晓小	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费 公路）CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AA+/ 稳定	16 陕高速债 01 (AA+)	2016/10/ 31	曹闰、揭晓小	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费 公路）CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AA+/ 稳定	16 陕高速可续期债 01/16 陕 高 01 (AA+)	2016/09/ 13	曹闰、揭晓小	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费 公路）CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AA+/ 稳定	15 陕交建 MTN001 (AA+)	2015/03/ 30	安云、林晗	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费 公路）CCXI_070201_2014_01	阅读全文
AA+/ 稳定	14 陕交建 MTN002 (AA+)	2014/09/ 22	关飞、林晗	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（收费 公路）CCXI_070201_2014_01	阅读全文

● 同行业比较（2022 年数据）

项目	陕交控	四川高速	湖北交投	安徽交控
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	陕西省	四川省	湖北省	安徽省

GDP (亿元)	32,772.68	56,749.80	53,734.92	45,045.00
一般公共预算收入 (亿元)	3,311.60	4,882.20	3,280.73	3,589.05
收费里程 (公里)	6,008.00	3,499.67	5,845.84	4,887.65
收费里程占全省比重 (%)	90%以上	40%以上	70%以上	85%以上
通行费收入 (亿元)	224.90	136.48	179.61	214.65
单公里通行费收入 (万元)	370~400 万元	380~400 万元	约 300 万元	400 万元以上
经调整的所有者权益合计 (亿元)	1,306.34	1,124.84	1,320.80	1,264.59
总资本化比率 (%)	75.98	67.03	77.38	58.13
总资产收益率 (%)	2.85	3.51	2.07	4.19
总债务/EBITDA (X)	24.21	13.97	28.15	7.96
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	1.07	1.61	0.92	3.46
FFO/总债务 (X)	0.00	0.03	-0.01	0.06

注：1、“湖北交投”系“湖北交通投资集团有限公司”的简称；“四川高速”系“四川高速公路建设开发集团有限公司”的简称；“安徽交控”为“安徽省交通控股集团有限公司”的简称；2、上表收费里程不包含参股路产；3、收费公路里程为 2023 年 3 月末数据。

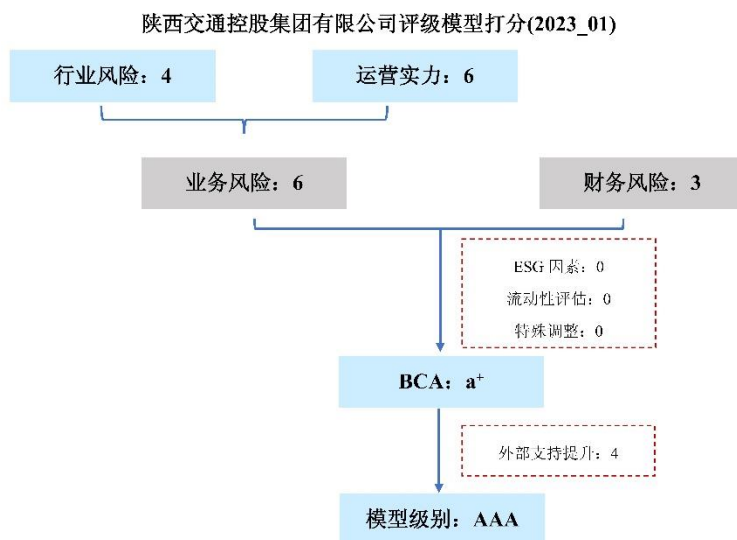
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 陕西交通 MTN007	AAA	AAA	2022/10/17	20.00	20.00	2022/10/26~2032/10/26	--
22 陕西交通 MTN006	AAA	AAA	2022/08/25	25.00	25.00	2022/09/05~2032/09/05	--
22 陕西交通 MTN005B	AAA	AAA	2022/07/26	15.00	15.00	2022/08/10~2029/08/10	--
22 陕西交通 MTN005A	AAA	AAA	2022/07/26	10.00	10.00	2022/08/10~2027/08/10	--
20 宝汉高速 MTN001	AAA	AAA	2022/07/13	5.00	5.00	2020/04/24~2025/04/24	--
22 陕西交通 MTN004	AAA	AAA	2022/07/11	20.00	20.00	2022/07/20~2025/07/20 (3+N (3))	调整票面利率，递延支付利息，发行人续期选择权
22 陕西交通 MTN003	AAA	AAA	2022/05/31	15.00	15.00	2022/06/10~2027/06/10	--
22 陕西交通 MTN002B	AAA	AAA	2022/05/18	2.00	2.00	2022/05/26~2027/05/26 (5+N (5))	调整票面利率，递延支付利息，发行人续期选择权
22 陕西交通 MTN002A	AAA	AAA	2022/05/18	18.00	18.00	2022/05/26~2025/05/26 (3+N (3))	调整票面利率，递延支付利息，发行人续期选择权
22 陕西交通 MTN001	AAA	AAA	2022/06/14	20.00	20.00	2022/01/14~2032/01/14	--
20 陕高速 MTN001	AAA	AAA	2022/06/14	25.00	25.00	2020/10/26~2023/10/26	--
20 陕高速债/20 陕高速	AAA	AAA	2022/06/14	12.70	12.70	2020/06/15~2030/06/15 (5+5)	调整票面利率选择权，回售
18 陕交建永续期债/18 陕交 Y	AAA	AAA	2022/06/14	6.68	6.68	2018/10/23~2023/10/23 (5+N (5))	调整票面利率，递延支付利息，发行人续期选择权
18 陕交建 MTN002	AAA	AAA	2022/06/14	25.00	25.00	2018/08/29~2023/08/29	--
18 陕高速永续期债 01/18 陕高 Y1	AAA	AAA	2022/06/14	5.00	5.00	2018/08/02~2023/08/02 (5+N (5))	发行人续期选择权，调整票面利率，延期支付利息
16 陕高速债 01	AAA	AAA	2022/06/14	10.00	10.00	2016/12/01~2031/12/01 (5+5+5)	调整票面利率选择权，回售
16 陕高速债 02	AAA	AAA	2022/06/14	15.00	15.00	2016/12/30~2031/12/30 (5+5+5)	调整票面利率选择权，回售
16 陕高速永续期债 01/16 陕高 01	AAA	AAA	2022/06/14	10.00	10.00	2016/10/13~2026/10/13 (5+N (5))	发行人续期选择权，调整票面利率，延期支付利息
15 陕交建	AAA	AAA	2022/06	15.00	15.00	2015/05/22~2025/05/22	回售，调整票面利率选择权

MTN001			/14			(5+5)	
14 陕交建	AAA	AAA	2022/06	20.00	20.00	2014/12/05~2024/12/05	回售，调整票面利率选择权
MTN002			/14			(5+5)	

● 评级模型



● 方法论

中诚信国际省级收费公路投资行业评级方法与模型 C220101_2022_04

■ 业务风险:

中诚信国际认为, 陕交控承担全省所有收费还贷高速公路的投资、建设及运营管理, 区域地位极为重要; 其次, 公司路产到期压力较小, 且在新的收费公路管理条例出台前可续期; 此外, 铁路、航空等通行方式对公司路产影响较小, 2022 年通行费总收入和单公里路费收入均保持很好水平; 同时, 公司亦经营和发展产业板块、投资板块、市政路桥施工板块、科技板块及公路服务区运营板块, 探索多元化业务布局。

■ 财务风险:

中诚信国际认为, 由于高速公路行业高负债的特性, 陕交控债务规模及财务杠杆均处于较高水平, 债务相关指标表现偏弱, 资产收益性整体处于中等水平。但同时, 公司债务结构合理, 利息保障能力整体表现相对较好, 且再融资渠道保持通畅, 整体财务风险仍处于可控范围内。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型, 其他调整项当期状况对陕交控个体基础信用等级无影响, 陕交控具有 a⁺ 的个体基础信用评估等级, 反映了其较低的业务风险和偏高的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为, 陕西省政府有很强的支持能力和对公司很强的支持意愿, 主要体现在陕西省的区域地位, 以及较好的经济财政实力和增长能力; 陕交控系陕西省最大的交通项目投融资建设及运营主体, 在陕西省高速公路建设运营领域地位稳定重要, 成立以来持续获得政府在资本注入等方面的大力支持, 具备极高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿, 外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“16 陕高速可续期债 01/16 陕高 01”募集资金 10.00 亿元，将用于宝鸡至汉中高速公路坪坎至汉中段项目，截至 2023 年 3 月末已全部使用完毕。

“16 陕高速债 01”募集资金 10.00 亿元，拟全部用于陕西省黄陵至铜川公路项目，截至 2023 年 3 月末已全部使用完毕。

“16 陕高速债 02”募集资金 15.00 亿元，其中 5.00 亿元拟用于陕西省黄陵至铜川公路项目、5.00 亿元拟用于陕西省临潼（靳家）至西安高速公路改扩建工程、5.00 亿元拟用于补充营运资金，截至 2023 年 3 月末已全部使用完毕。

“18 陕高速可续期债 01/18 陕高 Y1”募集资金 5.00 亿元，将用于宝鸡至汉中高速公路坪坎至汉中段项目，截至 2023 年 3 月末已全部使用完毕。

“18 陕交建可续期债/18 陕交 Y”募集资金 6.68 亿元，其中用于陕西省宝鸡至坪坎公路项目 4.01 亿元、用于补充流动资金 2.67 亿元，截至 2023 年 3 月末已全部使用完毕。

“20 陕高速债/20 陕高速”募集资金 12.70 亿元，其中，12.00 亿元拟用于偿还“13 陕高速债”剩余未偿还本金、0.70 亿元拟用于偿还“13 陕高速债”当年利息，截至 2023 年 3 月末已全部使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要

性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

政策环境方面，2022 年以来，在稳增长压力加大、基建提前发力背景下，政策端再提“保障城投合理融资需求”，但城投债发行审核仍较为严格，整体融资环境未有明显放松。伴随基建下沉、省以下财政体制改革推进，后续需重点关注城投再融资区域分化加剧的可能性，以及未参与重点项目建设、未承担重要职能的城投平台信用资质变化。同时，隐债化解持续推进下，弱区域弱资质城投融资或进一步受限，还需关注尾部风险释放以及化债不实等问题引发区域城投估值变化。

行业政策方面，近年来我国收费公路通车里程持续增长，综合交通运输体系中公路运输仍占主导地位，但铁路等其他运输方式已形成分流影响；近年来，受交通运输管制及旅客出行意愿降低等因素影响，公路客运需求量持续大幅下滑，但货运需求量总体企稳。收费公路以高速公路为主，高速公路属于准公共品，投资规模大、投资回报期长的特点决定了其投资由政府主导。虽然通行费收入在路网贯通效应、自然增长等因素的拉动下有望持续增长，但对还本付息和新增投资的支撑能力仍然较弱；为此，政府逐步推广 PPP 等新型投融资模式，并陆续出台相关政策以实现其规范化和合理化运营。收费公路管理条例的修订为防控债务风险提供一定程度的保障，但正式颁布时间仍未确定。此外，2020 年，为应对不利因素对经济造成的冲击，全国高速公路从 2 月 17 日起至 5 月 6 日（共 79 天）抬杆免费通行使得通行费收入有所下滑，相关补偿政策尚未明确。

行业概况及区域环境

陕西省地处中国内陆腹地，黄河中游，是连接中国东、中部地区和西北、西南的重要位置，具有承东启西、连接西部的区位优势。同时，陕西省也是我国重要的交通枢纽，高铁网、高速公路网完善，其西安咸阳国际机场是全国八大区域性航空枢纽之一，交通优势明显。陕西省下辖 10 个地级市和杨凌农业高新技术产业示范区，全省总面积 20.56 万平方公里。此外，根据《陕西省“十四五”综合交通运输发展规划》，“十三五”期间，陕西省公路总里程突破 18 万公里，其中高速公路通车总里程达到 6,171 公里，实现县县通高速的重大突破；到 2025 年，陕西省公路通车总里程将突破 19 万公里，其中高速公路通车总里程将突破 7,000 公里。

陕西省自然资源优势为其经济发展提供了强有力的支持，经济保持持续发展势头，经济实力稳步提升，但与全国其他省份相比，经济体量处于中游水平。2022 年，陕西省实现生产总值 32,772.68 亿元，比上年增长 4.3%，三次产业占比从 2021 年的 8.08:46.32:45.60 调整为 7.90:48.60:43.50，二三产业仍是陕西省经济发展的支撑。同期，陕西省固定资产投资较上年增长 7.90%，投资增长的增速尚可。此外，截至 2022 年末，陕西省常住人口为 3,956 万人，城镇化率为 64.02%。

受益于经济发展质量和效益提升、煤炭等大宗商品量价齐升，2022 年以来，陕西省主体税种增收较多，带动一般公共预算收入大幅增长，且整体收入质量较好；与此同时，陕西省财政平衡情况总体有所改善，但财政自给能力仍相对较低，财政平衡较为依赖于上级转移支付。政府性基金收入是陕西省地方政府财力的重要补充，2022 年以来，受房地产行业不景气的影响，陕西省土地出让收入同比有所减少，带动政府性基金收入同比下降。再融资环境方面，陕西省债务率虽然处于全国中下游水平，但债务水平较高，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，净融资额仍呈现净流入趋势；下属地市部分城投企业虽然出现债务逾期事件，但对陕西省整体再融资环境的冲击较为有限。

表 1：近年来陕西省地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	26,014.14	30,121.70	32,772.68
GDP 增速（%）	2.05	6.60	4.30
人均 GDP（万元）	6.59	7.62	8.29
固定资产投资增速（%）	4.10	-3.10	7.90
一般公共预算收入（亿元）	2,257.31	2,775.42	3,311.60
政府性基金收入（亿元）	2,104.36	2,385.35	1,962.60
税收收入占比（%）	77.62	80.60	81.01
公共财政平衡率（%）	38.06	45.73	48.94
地方政府债务余额（亿元）	7,436.35	8,687.60	9,782.20

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：陕西省财政厅，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，陕交控的运营实力处于很强水平。首先，作为陕西省最大的交通项目投融资建设及运营主体，公司承担全省所有收费还贷高速公路的投资、建设及运营管理，目前运营管理的收费还贷高速公路为陕西省主要核心路产，区域地位极为重要；其次，公司路产到期压力较小，且在新的收费公路管理条例出台前可续期；此外，铁路、航空等通行方式对公司路产影响较小，2022 年通行费总收入和单公里路费收入均保持很好水平；同时，除高速公路建设及运营业务外，公司亦经营和发展产业板块、投资板块、市政路桥施工板块、科技板块及公路服务区运营板块，探索多元化业务布局。

表 2：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
通行费收入	167.81	82.87	60.75	237.25	56.03	70.65	224.90	40.83	70.32	58.95	31.77	67.89
油品销售	7.55	3.73	19.61	10.93	2.58	9.17	36.88	6.69	2.60	22.23	11.98	1.57
工程施工	18.55	9.16	13.82	77.83	18.38	2.02	89.84	16.31	5.68	29.96	16.15	4.53
综合零售	3.94	1.95	82.99	83.10	19.63	17.75	57.13	10.37	4.08	8.69	4.68	7.04
其他	4.64	2.29	61.03	14.31	3.38	90.94	142.08	25.79	15.40	65.71	35.42	8.54
合计/综合	202.49	100.00	55.36	423.41	100.00	46.75	550.82	100.00	34.21	185.54	100.00	25.85

注：1、营业收入及成本数据来自 2020 年~2022 年审计报告附注；2、公司其他收入主要系商品销售收入、租赁收入、监理咨询收入等，其中 2021 年还包含撤站还贷平衡资金补助。撤站还贷平衡资金补助为财政厅根据公司上缴国库车辆通行费收入的 5%扣款，于年底一次全部返还公司。2022 年包含新纳入公司合并范围的中油北斗（陕西）科技能源有限公司贸易收入，以及陕西省汽车检测站有限公司和陕西交控物贸集团有限公司新增对外贸易收入，故其他收入较上年大幅增长。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

高速公路建设及运营

公司高速公路建设及运营业务在陕西省处于垄断地位，所属路产地位突出，实际到期压力不大，路产竞争力强；跟踪期内，公司公路运营业务经营稳定，日均车流量较上年有所上升，通行费收入同比略有下降，路产运营效率仍维持在较好水平；公司高速公路投资获得国家交通运输部及陕西省交通厅拨付的车辆购置税补助及资本金等资金支持，但仍存在一定的投资压力。

跟踪期内，高速公路投资及运营仍公司核心业务，公司统筹承担陕西省内高速公路等交通运输基础设施的投融资、建设和运营管理。截至 2023 年 3 月末，公司运营管理的收费还贷高速公路共 76 条，通车里程合计 5,796.79 公里，在陕西省高速公路建设与运营业务中处于垄断地位，且运营的高速公路绝大多数属于国高网项目，路产地位突出。同时，公司还负责运营管理经营性收费公路 3 条，总里程 157.46 公里；收费还贷一级公路 1 条，运营里程 53.75 公里。

此外，根据《陕西省人民政府关于我省部分高速公路收费期限的批复》（陕政函[2021]61 号）要求，原批准的政府还贷高速公路收费期限到期后，统一延长至新修订的《中华人民共和国收费公路管理条例》（以下简称“新《条例》”）实施之日，收费标准不变，新《条例》出台后从其规定，整体来看，公司路产实际到期压力不大。

表 3：截至 2023 年 3 月末公司运营路产情况（公里）

序号	路段名称	里程	通车时间	公路等级	收费期限
收费还贷高速公路					
1	西安绕城北段	35.70	2000.10	国高网	23 年
2	西安绕城南段	44.65	2003.09	国高网	20 年
3	吴子高速	67.33	2007.10	国高网	20 年
4	子靖高速	122.01	2007.10	国高网	20 年
5	靖王高速	131.41	2005.08	国高网	20 年
6	榆靖高速	115.92	2003.11	国高网	20 年
7	延塞高速	31.71	2003.08	国高网	20 年
8	靖安高速（榆林段）	50.60	2006.09	国高网	20 年
9	靖安高速（延安段）	53.39	2006.09	国高网	20 年
10	榆林至陕蒙界	88.10	2006.09	国高网	20 年
11	机场专线	20.58	2009.07	省高网	20 年
12	西柞高速	43.41	2007.01	国高网	20 年
13	柞小高速	71.25	2008.11	国高网	20 年
14	秦岭公路隧道	21.29	2007.01	国高网	20 年
15	凤永高速	98.73	2008.09	国高网	20 年
16	永咸高速	65.44	2007.12	国高网	20 年
17	蓝商高速	91.83	2008.01	国高网	20 年
18	商丹高速	30.62	2008.10	国高网	20 年
19	丹界高速	91.60	2008.10	国高网	20 年
20	小康高速	58.26	2009.05	国高网	18 年
21	安毛高速	85.62	2010.12	国高网	20 年
22	毛川高速	18.99	2010.12	国高网	20 年
23	商漫高速	93.83	2009.10	国高网	20 年
24	青兰高速陕西境	192.11	2010.11	国高网	20 年
25	机场高速	18.24	2003.09	国高网	20 年
26	神府高速	56.91	2011.12	国高网	20 年
27	洛岔高速	12.64	2011.12	省高网	20 年
28	西商高速	136.96	2012.08	国高网	20 年
29	榆绥高速	118.81	2012.10	国高网	20 年
30	延志吴高速	109.93	2013.12	省高网	20 年
31	咸旬高速	94.57	2014.12	国高网	20 年
32	延延高速	115.53	2015.10	国高网	20 年

33	安平高速	61.20	2015.11	国高网	20 年
34	黄延高速(二道段)	109.96	2015.12	国高网	20 年
35	西安外环高速北段	122.06	2015.12	国高网	20 年
36	吴定高速	92.22	2018.09	省高网	20 年
37	水阳高速	78.85	2018.12	省高网	20 年
38	平镇高速	81.45	2020.08	国高网	20 年
39	延子高速	55.17	2020.09	国高网	20 年
40	陕甘界(旬邑)高速	24.94	2020.10	国高网	20 年
41	西宝高速	160.19	1995.12	国高网	30 年
42	宝天高速(宝鸡段)	64.92	1995.12	国高网	30 年
43	宝天高速(宝鸡过境段)	17.20	2019.01	国高网	20 年
44	宝牛高速	36.02	2009.09	国高网	20 年
45	西临高速	14.44	1990.12	国高网	20 年
46	西潼高速	134.51	1997.01	国高网	20 年
47	渭蒲高速	54.09	2010.10	国高网	20 年
48	西阎高速	43.00	2001.10	国高网	20 年
49	阎禹高速	174.00	2005.10	国高网	20 年
50	铜黄高速	71.42	2001.04	国高网	20 年
51	黄延高速	149.90	2006.09	国高网	20 年
52	西户高速	33.52	2003.12	国高网	20 年
53	西汉高速	129.93	2007.09	国高网	20 年
54	三星互通	5.60	2013.01	省网	20 年
55	汉宁高速	123.03	2007.09	国高网	20 年
56	勉宁高速	54.04	2007.09	国高网	20 年
57	宁棋高速	18.00	2008.11	国高网	20 年
58	十天高速(石泉-安康)	79.90	2010.12	国高网	20 年
59	十天高速(安康-白河)	129.07	2011.12	国高网	20 年
60	十天高速(西乡-略阳)	207.43	2011.12	国高网	20 年
61	十天高速(西乡-石泉)	83.40	2011.12	国高网	20 年
62	十天高速(略阳-陕甘界)	37.95	2011.12	国高网	20 年
63	西铜公路	73.85	1992.12	国高网	20 年
64	铜黄高速(二道段)	102.31	2013.12	国高网	20 年
65	西铜高速(二道段)	61.68	2011.12	国高网	20 年
66	宝汉高速	128.42	2010.10	国高网	20 年
67	汉川高速	54.27	2015.09	国高网	20 年
68	汉坪高速	87.67	2017.12	国高网	20 年
69	铜旬高速	50.06	2016.02	国高网	20 年
70	渭玉高速	36.97	2015.12	省网	20 年
71	太凤高速	85.60	2020.10	省网	20 年
72	安岚高速	47.41	2020.12	国高网	20 年
73	古镇高速	49.55	2020.12	省网	20 年
74	宝坪高速	73.48	2021.09	国高网	20 年
75	西安外环高速南段	70.16	2022.09	省网	20 年
76	龙黄高速(二道段)	40.00	2015.12	国高网	20 年
小计		5,796.79	--	--	--
收费一级公路					
77	商丹一级公路	53.75	2017.07	省网一级公路	20 年
小计		53.75	--	--	-
收费经营公路					
78	G312 沪霍线蓝小公路	48.50	1999.01	国道二级公路	30 年
79	S204 杨陈公路	50.36	2004.12	省道一级公路	30 年
80	神盘公路	58.60	2003 年	国道二级公路	30 年
小计		157.46	--	--	-
合计		6,008.00	--	--	-

注：1、上表均为公司控股路产，不包括参股路产；2、收费期限按照路段起点通车时间计算，故中间路段新通车而收费期限未发生变化；3、尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

路产运营方面，收费还贷高速公路及经营性收费公路运营管理模式较上年未发生变化；仍由陕西交通控股集团有限公司运营管理分公司（以下简称“运营分公司”）统一负责全省政府还贷高速公路的经营管理，具体由下属运营分公司开展包括通行费征收、道路日常养护、路网监测调度、路产维护、机电运维管理等业务；经营性收费公路方面，仍由子公司陕西交控产业发展集团有限公司（以下简称“产业发展集团”）代管，资产、收益归产业发展集团。近年来，铁路、航空等交通运输方式的兴起，对公司路产影响相对不大，公司路产运营效率较上年略有下降但仍维持在较好水平，2022 年通行费总收入和单公里路费收入分别为 224.90 亿元和 387.97 万元。

表 4：2022 年及 2023 年 1~3 月公司路产车流量及通行费收入（万辆、亿元）

线路运营分公司	2022		2023.1~3	
	车流量	收费额	车流量	收费额
收费还贷高速公路、收费一级公路				
安川	246.59	8.86	79.85	2.85
安平	224.45	1.28	72.82	0.43
白泉	616.33	7.12	190.68	2.31
宝川	229.18	8.18	63.13	2.27
宝鸡	184.21	7.18	58.73	2.14
宝天	731.72	4.83	244.90	1.47
汉宁	234.48	6.53	108.73	1.89
靖富	745.18	8.46	201.31	2.16
蓝商	169.93	4.35	57.47	1.30
绕城	6,688.96	8.64	2,405.84	2.68
商界	156.58	9.32	53.18	2.37
商漫	204.29	2.69	74.72	0.97
神府	331.55	5.65	78.81	0.93
绥定	443.94	10.39	136.15	2.56
外环	681.54	6.20	242.36	2.20
西宝	2,575.36	11.95	888.20	3.85
西长	1,946.37	10.99	746.13	3.03
西富	580.32	10.69	167.19	2.84
西汉	320.82	4.91	155.73	1.36
西略	288.66	3.08	93.58	0.98
西商	326.59	8.65	84.15	2.16
西渭	2,011.76	19.12	764.71	6.26
西延	350.02	3.03	120.14	0.85
西禹	898.83	7.46	200.21	1.81
西镇	614.79	7.33	180.55	2.04
咸铜	514.48	3.34	147.60	1.04
延定	184.05	2.95	47.61	0.73
延延	171.13	3.48	51.61	0.73
宜富	140.42	2.32	42.66	0.50
榆靖	438.41	5.19	125.93	1.25
榆吴	518.78	7.23	142.08	1.71
西铜	961.64	1.56	338.47	0.50
小计	24,731.39	212.95	8,365.22	60.18
收费经营公路				
神盘二级公路	167.80	0.82	53.40	0.28
S204 杨陈公路	493.86	1.24	136.70	0.28
G312 沪霍线蓝小公路	55.21	0.00	18.25	0.00
小计	716.87	2.06	208.35	0.56
合计	25,448.26	215.01	8,573.57	60.74

注：1、此通行费收入为征费口径运营分公司通行费收入汇总数据，与财务报表主营业务收入中的通行费收入有所差异，主要系征费口径运营分公司收入拆分方法与会计收入确认方法不一致；2、以上车流量为出口车流量；3、公司整合完成后，部分运营分公司运营路段有变化，故此处仅披露 2022 年及 2023 年 1~3 月的经营情况；5、上表中的“商丹一级公路”为收费一级公路；6、小数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

收费标准方面，公司对客车按车型收费，货车计重收费。客车方面，目前，陕西省对客车实行四级分类，各车型具体费率依据不同高速公路路段的建造成本制定，一类车费率在 0.4 元/车公里与 0.7 元/车公里之间，其他车型费率乘以相应车型的收费系数确定，整体上看，陕西省收费标准受项目造价高昂影响，费率较多数省份略高。货车方面，2022 年 12 月，陕西省高速公路收费中心印发布《陕西省收费公路车辆通行费收费标准》，修订车辆通行费车型分类标准，调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起统一按车（轴）型收费，且针对不同路段发布相应的优惠政策，对 2022 年公司通行费收入带来一定的负面影响。

表 5：客车主要路段现行通行费标准

类别	车型及规格	费率标准（元/车公里）
第 1 类	≤9 座	0.40、0.50、0.60、0.70
第 2 类	10~19 座	0.70、0.88、1.06、1.23
第 3 类	20~39 座	0.90、1.13、1.36、1.58
第 4 类	≥40 座	1.12、1.36、1.63、1.90

资料来源：陕西省交通运输厅，中诚信国际整理

公路养护方面，公司经营管理的路产日常小修保养工程仍由运营分公司具体负责实施，涉及陕西省发展和改革委员会（以下简称“省发改委”）立项的大修中修工程则由建设分公司负责招标实施。2022 年，公司路产日常养护的支出规模及大中修及专项养护支出进呈上升趋势。

表 6：近年来公司路产维修养护成本（亿元）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
日常养护支出	7.95	5.99	11.52	1.23
大中修及专项支出	13.86	15.67	24.82	1.62
合计	21.81	21.66	36.34	2.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目建设方面，对于陕交控授权的新建、改扩建和省发改委立项大修等交通基础设施工程项目，仍由陕西交通控股集团有限公司建设管理分公司（以下简称“建设分公司”）进行统筹管理。截至 2023 年 3 月末，公司在建项目均为国家高速公路网规划项目和省级公路重点建设项目，其中收费还贷高速公路资本金占比约 25%~30%，项目资本金主要来源于交通运输部的车购税补助，由交通运输部经陕西省交通厅拨付给公司，同时陕西省政府省补资金按计划投入，剩余投资所需资金主要采用发行政府专项债方式解决；经营性收费公路为 PPP 项目，运作方式采用 BOT(建设-运营-移交)，回报机制为收取车辆通行费，取得广告、服务区设施等经营收入，并依法申请各类补助，以此覆盖建设及运营成本。同期末，公司主要拟建公路项目均计划于 2023 年内开工建设，建设资金主要来自政府专项债及公司融资等。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司主要在建高速公路项目情况（亿元、公里）

项目名称	公路性质	建设里程	总投资	已投资	资本金比例	资本金到位
安康至岚皋（陕渝界）高速公路 ¹	收费还贷	88.55	156.87	107.86	26.93%	42.24
京昆线蒲城至涝峪改扩建	收费还贷	125.88	127.01	85.95	28.80%	34.41

¹ 安岚高速部分路段已于 2020 年底建成通车。

兵马俑专用线公路改扩建工程	收费还贷	6.15	8.33	0.80	20.00%	0.00
机场高速联络线马家堡至泾阳高速公路工程	收费还贷	8.30	22.31	3.62	20.00%	0.00
包茂线曲江至太乙宫段改扩建工程	收费还贷	18.50	26.32	5.94	20.00%	3.64
西安至兴平高速公路改扩建工程	收费还贷	24.40	43.07	1.78	20.00%	0.00
鄂邑经周至至眉县高速公路	经营性收费公路	70.85	96.17	28.85	20.00%	12.30
丹宁线丹凤至山阳高速公路	经营性收费公路	39.05	61.40	36.4	20.00%	7.30
洛南至卢氏（陕豫界）高速公路	经营性收费公路	54.37	73.95	9.05	20.00%	2.81
G210 东三环至临潼公里	经营性收费公路	11.74	17.01	1.168	20.00%	1.50
合计	--	447.80	632.43	281.42	--	104.20

注：由于公司不同部门统计口径不同，公司业务数据和财务数据或存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建公路项目情况（亿元、公里）

项目名称	公路性质	建设里程	建设周期	计划通车时间	总投资
西安至永寿改扩建	收费还贷	79.30	3 年	2026 年 9 月	138.60
铜川至西安改扩建	收费还贷	36.60	3 年	2025 年 12 月	57.50
合阳至蒲城改扩建	收费还贷	76.90	3 年	2026 年 9 月	90.52
大柳塔至锦界高速公路暨包茂联络线	经营性收费公路	63.43	3 年	2026 年	76.66
合计	--	256.23	--	--	363.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

多元化业务板块

跟踪期内，公司积极开展产业板块、投资板块、市政路桥施工板块、科技板块及公路服务区运营板块，以构建大交通的投融资和资产经营管理格局，推动公司业务布局多元化，对公司营业收入形成很大补充。

产业发展集团是陕交控产业板块的主要经营主体，承担起对交通产业、交通关联产业和路衍资源进行投资开发经营的职能，目前具体从事房地产开发、汽车贸易等业务。

房地产开发业务方面，跟踪期内仍由产业发展集团下属子公司使用自有资金及外部融资从事商业房地产开发，在建房地产项目均处于投资前期阶段，截至 2023 年 3 月末投资完成 29.26%，资金需求整体较大。与此同时，部分在建项目已于 2022 年开始预售，预售情况易受到我国房地产行业波动影响，公司房地产项目的资金回笼及后续融资值得关注。

表 9：截至 2023 年 3 月末产业发展集团在建房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	总投资	已投资	建设期	开始预售时间
驿家坊·陈仓府	32.50	12.67	4.45	2021.08~2025.12	2022.12
富力尚悦居	36.90	26.40	6.20	2021.12~2025.12	2022.09
桂语晴澜	27.00	31.00	7.87	2022.12~2025.12	2023.10
丝路锦礼	13.50	16.00	6.66	2022.12~2025.12	--
合计	109.90	86.07	25.18	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

汽车贸易业务仍由陕西省汽车工业贸易集团有限公司（以下简称“陕汽贸”）负责。陕汽贸是集汽车销售、维修保养、二手车交易及信息咨询等在内的全方位、多元化汽车销售服务企业，目前代理营销上汽大众、斯柯达、长安福特、上汽通用五菱、长安轿车、一汽奔腾等 20 个汽车品牌，在

西安、咸阳、延安等地已建立汽车 4S 店 20 个、新能源汽车店 8 个，在陕西各主要城市、县域、乡镇建立 176 个二级经销网络，在区域内具有一定的竞争实力。业务模式上，陕汽贸仍然是以汽车品牌厂家授权，集 4S 店整车销售、零配件、售后服务、信息反馈等四位一体为核心的汽车特许经营模式；汽车品牌厂商会对销售方式、宣传方式、销售服务标准流程作出具体规定。2022 年，公司实现整车销售收入 20.77 亿元，对营业收入形成有效补充。

表 10：2022 年公司汽车销售前五大品牌情况（万辆、亿元）

汽车品种	销售数量	销售金额
上海大众品牌	0.54	5.86
长安轿车、深蓝品牌	0.56	4.80
五菱、宝骏品牌	0.93	4.13
长安福特品牌	0.12	2.10
长安商用品牌	0.09	0.73
合计	2.24	17.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

陕交控投资板块的运作主体为陕西交控投资集团有限公司（以下简称“投资集团”），主要开展交通基础设施投资和融资租赁、商业保理等交通金融及类金融业务。按照整合规划，投资集团共参控股 10 家公司，当前主要开展的业务为融资租赁服务，由下属子公司陕西省交通融资租赁有限公司（以下简称“融资租赁公司”）负责。融资租赁公司注册资本 5.00 亿元，租赁模式均为售后回租，客户优选国有控股企业。2022 年，融资租赁业务发展良好，新增融资租赁业务笔数及合同金额较上年有所提升，且暂无不良情况。截至 2023 年 3 月末，融资租赁公司的融资租赁余额为 19.50 亿元，前五大客户以西安市国有企业为主，客户集中度一般。

表 11：近年来公司融资租赁业务情况（笔、亿元）

项目名称	2020	2021	2022	2023.1~3
新增租赁业务笔数	6	13	19	4
新增融资租赁合同总额	4.92	9.68	15.14	4.29
期末融资租赁余额	4.76	11.02	17.46	19.50
当期新增不良应收融资租赁款	0.00	0.00	0.00	0.00
期末应收不良融资租赁款余额	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：截至 2023 年 3 月末公司租赁业务前五大客户的情况（亿元）

客户名称	融资租赁余额	占比
陕西省水务集团水生态综合开发有限公司	1.50	7.60%
西安兴航城乡建设发展有限公司	1.30	6.59%
西安沣东热力有限公司	1.27	6.42%
西安世园投资（集团）有限公司	1.14	5.79%
西安自贸港资产管理有限公司	1.02	5.16%
合计	6.23	31.56%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

市政路桥施工板块由子公司陕西交控市政路桥集团有限公司（以下简称“市政路桥集团”）负责运营，系在陕西省交通厅划转的施工类企业基础上合并组建而成。整合完成后，市政路桥集团共具备建筑行业 259 项专业资质。市政路桥集团的施工项目主要通过招投标方式获取，主要采用设计施工总承包、施工总承包、合作经营等多种模式参与省内外重大路桥施工项目建设。2022 年，市政路桥集团新签合同金额较上年有所增长，且省外项目占比相对较大，集团项目占比超过一半。截至 2022 年 3 月末，公司在手合同金额及项目数量充足，其中合同金额在亿元以上的项目为 76

个，充足的项目储备为公司工程施工收入提供有效保障。

表 13：近年来市政路桥集团新签合同情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
新签合同金额	79.02	208.15	234.87	52.73
其中：省外项目	35.75	33.50	170.31	46.44
省内项目	43.28	174.65	64.56	6.31
集团内项目合同额占比	23.95%	57.50%	53.34%	61.16%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

科技板块由陕西交控科技发展集团有限公司（以下简称“科技集团”）负责。科技集团整合了原归属于陕西省交通厅管理的陕西省交通规划设计研究院有限公司、西安公路研究院有限公司，以及原两大集团管理的高速电子公司等 9 家参控股公司，负责开展工程勘察、规划、设计、咨询、检测、监理及机电施工等业务，同时开展对交通新材料、新技术等领域进行投资研发，拓展科技、数字交通等新基建业务。整合完成后，科技集团在勘察设计、机电工程、监理、咨询、检测等业务方面的资质优势突出，具备多项甲、乙级资质，在陕西省处于领先地位。业务开展上，2018 年起，陕西省内高速公路项目勘察设计主要由陕西省交通规划设计研究院有限公司承接，省内高速公路养护工程勘察设计主要由西安公路研究院有限公司承接，相关监理及检测业务均由陕西高速公路工程咨询有限公司、陕西高速公路工程试验检测有限公司、陕西省交通工程咨询有限公司承接，省内半数以上的机电工程由陕西高速电子工程有限公司承接施工任务。省外业务方面，科技集团展业范围亦辐射至青海、新疆、内蒙、广西、江苏等多个省市。2022 年，科技集团下属的 7 家二级控股企业新签合同额 35.02 亿元，其中省内项目占比为 56.40%；从营业收入来看，勘察设计、机电工程、试验检测和工程监理四大板块占比分别为 43.10%、21.62%、13.2%和 5.9%。

公路服务区运营方面，陕交控将原陕高速和陕交建、陕交投及陕西省交通厅下相关资产和公司一并划归到陕西交控服务管理集团有限公司（以下简称“服务管理集团”）进行统一管理。目前，服务管理集团运营管理陕西省内高速公路 103 处服务区、52 处停车区、2 处省外高速公路服务区（停车区）及 9 家公司（不含交通延长）一并划归到服务管理集团进行统一管理，主要经营项目包括加油、加气、汽车充电、汽修、餐饮、购物、住宿等。此外，2022 年，服务管理集团设立中油北斗（陕西）科技能源有限公司，主要业务包括成品油批发及网络货运等，带动油品销售、商品销售等收入较上年呈增长态势。截至 2023 年 3 月末，服务管理集团下属服务区共有运营加油站 216 座、自营超市门店 120 个、餐饮经营项目 2,811 个、投运加气站租赁经营 50 座、投运充电站 167 座。广告资源方面，开发经营高速公路路域内现有媒体总计 1,139 处，2019 年获得西安北至机场城际铁路平面广告五年经营权。2022 年，服务区板块、油品销售、广告传媒、酒店业务、后勤服务等公路服务区各运营板块分别实现收入 9.24 亿元、54.32 亿元、0.91 亿元、0.36 亿元和 0.20 亿元。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于偏高水平，由于高速公路行业高负债的特性，公司跟踪期内债务规模及财务杠杆均处于较高水平，债务相关指标表现偏弱，资产收益性整体处于中等水平。但同时，公司债务结构合理，利息保障能力整体表现相对较好，且主营业务获现能力较强，再融资渠道保持通畅，公司整体财务风险仍处于可控范围内。

盈利能力

跟踪期内，公司营业总收入随着新增油品销售及贸易收入较上年增幅较大，且投资收益的增长带动利润总额略有增长；但受新增油品销售及贸易收入毛利率较低影响，2022 年公司整体毛利率较上年有所下降，同时利息支出对公司利润仍形成一定侵蚀，总资产收益率随着利息支出降低而有所下滑。

公司业务板块较为多元，收入来源包括高速公路运营、油品销售、工程施工和综合零售等多板块。2022 年，受与行业外部环境相关的不利因素影响，公司车辆通行费收入及毛利率略有下降；但受益于中油北斗（陕西）科技能源有限公司纳入公司合并范围，带动 2022 年油品销售及贸易收入大幅增长；同时，陕西省汽车检测站有限公司和陕西交控物贸集团有限公司新增对外贸易收入规模较大；综合因素作用下，公司总营业收入规模较上年有所增加。毛利率方面，受新增油品销售及贸易收入毛利率较低影响，2022 年公司整体毛利率较上年有所下降。期间费用方面，由于前期路产建设资金主要依赖于外部融资，公司债务负担较重，财务费用仍系期间费用的最主要构成；但 2022 年，受益于规模效益体现，资金成本有所下降，公司财务费用较上年略有下降。同时，受益于营业收入的增加，2022 年公司期间费用率同比呈下降趋势，期间费用对利润的侵蚀相对缓解，但仍处于较高水平。同期，受益于公司持有的交易性金融资产以及长期股权投资当期实现一定规模的投资收益，公司利润总额较上年有所增加。

公司 EBIT 和 EBITDA 主要由利息费用构成，2022 年，由于利息支出较上年有所下降，公司 EBIT 和 EBITDA 较上年略有下降，公司总资产收益率亦有所下滑。

表 14：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
财务费用	141.74	156.46	148.19	36.74
期间费用合计	155.32	180.44	173.22	42.84
期间费用率	76.49	42.67	31.45	23.09
其他收益	0.23	0.72	0.72	0.05
经营性业务利润	-41.90	13.54	11.39	4.02
投资收益	1.49	1.42	2.75	0.81
利润总额	-41.12	13.72	15.00	4.80
净利润	-42.02	12.24	12.19	4.46
EBIT	110.93	168.62	159.59	--
EBITDA	121.49	177.91	170.65	--
总资产收益率	2.11	3.15	2.85	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

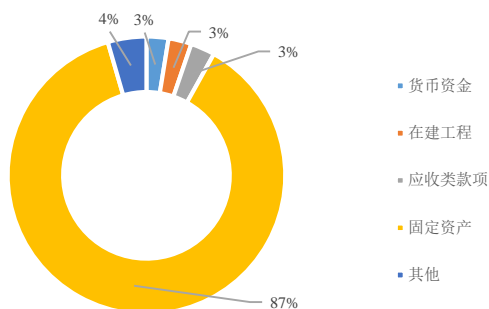
资本实力与结构

跟踪期内，公司资产仍以高速公路路产为主，2022 年末公司资产规模较上年有所增长，资产收益性处于中等水平；公司财务杠杆仍处于较高水平，债务规模呈增长趋势，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配。

作为陕西省最大的交通项目投融资建设及运营主体，公司承担全省所有收费还贷高速公路的投资、建设及运营管理，地位重要，近年来匹配陕西省政府高速公路领域相关战略规划，资产规模保持逐年增长趋势。目前，公司以高速公路建设与运营为核心业务，资产主要由已完工和在建的

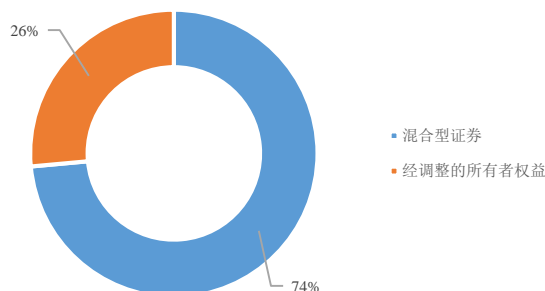
高速公路路产形成的固定资产和在建工程构成，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重始终维持在 90%以上。此外，公司亦保持一定规模的货币资金和应收类款项，截至 2023 年 3 月末合计为 308.92 亿元，占总资产的比重为 5.33%；其中，截至 2022 年末，货币资金为 146.78 亿元，受限部分占比为 10.22%，货币资金相对较为充裕。总体来看，尽管公司每年通行费收入规模高，但相较于形成的高速公路路产规模而言，其收益覆盖水平一般，2022 年公司总资产收益率为 2.85%。因此，相较于其他省级收费公路投资企业，公司资产整体收益性处于中等水平。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2022 年以来，受益于政府在资本金及车辆购置税补助资金方面的支持，公司资本公积保持小幅增长趋势，带动经调整的所有者权益²增长。财务杠杆方面，由于高速公路建设行业具有高负债的特性，公司财务杠杆水平持续高位波动，截至 2023 年 3 月末资产负债率接近 70%、总资本化比率超过 75%。

表 15：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	5,248.99	5,454.37	5,734.46	5,792.36
非流动资产占比	95.12	93.67	91.82	91.86
经调整的所有者权益合计	1,171.49	1,265.30	1,306.34	1,333.28
总资产收益率	2.11	3.15	2.85	--
资产负债率	69.49	70.02	69.03	68.87
总资本化比率	77.03	75.86	75.98	75.66

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司高速公路运营业务获现能力较强，收入质量较好，但项目投资所面临的资金缺口较大，投资支出及债务偿还对外部融资的依赖程度较高；畅通的融资渠道对公司主业投资及债务偿还形成稳健保障，但公司未来仍面临较大外部融资需求，需关注相关政策及融资环境变动对公司再融资能力的影响。

跟踪期内，公司收入规模保持较快增长，主要收入板块包括高速公路通行费、油品销售、工程施工以及综合零售等，高速公路行业特性决定了公司通行费收入具备良好的现金获取能力，油品销售等业务回款相对及时。2022 年，公司收现比虽然呈现上升态势且比率接近 1，公司收入质量较

² 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为公司发行永续债形成的其他权益工具，截至 2023 年 3 月末为 469.84 亿元。

好。受益于此，跟踪期内，公司经营活动净现金流仍呈现较大规模净流入状态，经营获现能力很好。

投资活动方面，跟踪期内，公司在建高速公路项目的建设进程稳步推进，历年项目投资规模较大，投资活动现金流持续呈大幅净流出状态。2022 年，西安外环高速公路南段建设等项目进入建设投入高峰期，公司投资活动现金流缺口接近 200 亿元。根据公司“十四五”发展规划及未来全省高速公路建设项目投资计划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

跟踪期内，如前所述，公司投资活动现金缺口较大且较上年有所增长，经营活动现金流入难以完全覆盖，加之债务偿还规模较大，公司外部融资需求较大。公司主要依赖于银行借款及债券融资来弥补资金缺口。此外，车辆购置税补助资金和资本金拨付亦对公司资金来源构成重要支撑。总体来看，畅通的外部融资渠道对公司主业投资及债务偿还形成稳健保障，但伴随高速公路建设项目的持续大规模投入及存量债务的陆续到期，公司未来仍面临较大的外部融资需求，需关注相关政策及融资环境变动对公司融资能力的影响。

表 16：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.3
经营活动产生的现金流量净额	58.89	175.58	168.50	34.66
投资活动产生的现金流量净额	-156.17	-148.83	-199.51	-50.45
筹资活动产生的现金流量净额	88.48	-53.32	8.80	1.71
现金及现金等价物净增加额	-8.80	-26.56	-22.21	-14.08
收现比	0.79	0.91	0.93	0.74

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务负担相对较重，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；跟踪期内公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平略有提升，可基本保障利息支出。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，跟踪期内，公司债务规模较上年增幅不大，2022 年末债务同比增长约 4.08%。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款多为质押借款和信用借款，其中质押借款的质押物均为高速公路收费权，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；2022 年，公司短期债务占比有所提高，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 17：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	金额	1 年以内	1-3 年	5 年以上
银行借款	3,158.86	312.63	401.04	2,445.19
债券融资	317.70	135.00	77.70	105.00
非标融资	124.10	--	3.00	121.10
其他	483.62	63.18	85.00	335.44
合计	4,084.28	510.81	566.74	3,006.73

注：1、表格中数据为公司本部债务到期分布情况，与合并口径债务情况有差异；2、其他债务包括专项建设基金、收费公路专项债、永续中票等。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

随着重组整合的完成，公司营业收入大幅增长，加之整体获利能力相对较好、期间费用水平下降，

公司经营性业务利润和利润总额同比增加较多，带动 EBITDA 同比大幅增长，处于近几年最高水平。受益于此，2021 年以来，公司 EBITDA 对总债务和利息支出的保障能力改善，其中 EBITDA 利息保障倍数上升至 1.00 倍以上，EBITDA 可基本保障利息支出。2022 年，公司经营活动保持较大规模的净流入额，对利息支出的保障倍数较上年略有上升，整体表现相对较好。但由于债务规模较大，公司 FFO/总债务仍然保持在很低水平，考虑运营资本等调整后的经营活动净现金流对债务的覆盖能力差。

表 18：近年来公司偿债能力指标（亿元、X、%）

	2020	2021	2022	2023.3
总债务	3,929.05	3,975.91	4,132.11	4,144.67
短期债务占比	11.61	13.78	15.05	13.13
FFO	-50.64	19.80	11.30	--
FFO/总债务	-0.01	0.00	0.00	--
EBITDA	121.49	177.91	170.65	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.73	1.04	1.07	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.35	1.03	1.06	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模很大，截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 71.59%，主要系因冻结、保函保证金及定期存单受限制的货币资金 15.01 亿元及收费权质押的固定资产 4,090.28 亿元。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额为 66.44 亿元，担保对象为陕西城际铁路有限公司，为区域内国有企业，担保风险相对可控。截至 2022 年末，公司涉及多起未决诉讼，均为被告方且为施工业务形成的，涉及金额合计 6.19 亿元，对公司影响有限。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2023 年 5 月，公司本部不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息等信贷违约记录，亦未出现过已发行债务融资工具到期未支付利息或未偿还本金情形。

假设与预测³

假设

- 2023 年，公司作为陕西省最大的交通项目投融资建设及运营主体，职能定位保持不变，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司通行费收入、产业板块、投资板块、市政路桥施工、科技板块及公路服务区运营板块的收入规模均保持一定的增长幅度。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计在 150~200 亿元，暂无股权类投资。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年债务类融资 500~800 亿元。

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

预测

表 19：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	75.86	75.98	75.00~80.00
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.04	1.07	0.80~1.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

首先，鉴于公路运营现金收费的特点，公司核心业务的获现能力很强，近年来经营活动现金流呈现大规模净流入状态，截至 2022 年末，公司可动用账面货币资金为 131.78 亿元。很强的经营获现能力和较为充裕的现金保有量，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。其次，整合完成后，公司区域地位、资信实力、议价能力等方面均有大幅提升，与各类金融机构合作密切，为公司获取充足的金融授信提供了良好的条件。截至 2023 年 3 月末，公司累计获得银行授信 6,592.93 亿元，尚未使用额度为 3,289.23 亿元，充足的备用流动性可为公司业务开展及还本付息提供有力的支持。再者，公司是陕西省最大的交通项目投融资建设及运营主体，区域地位很重要，可持续获得政府的资金支持，包括但不限于车船购置税、政府专项债等。此外，公司在金融市场的认可度良好，整合后在债券市场表现较为活跃，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目投资、经营性业务支出以及债务的还本付息。根据公司规划以及以往情况，未来一年投资支出主要集中于高速公路建设以及房地产开发等其他项目建设。同时，由于公司路产通车时间较早，未来几年债务到期规模均较大，截至 2023 年 3 月末，公司本部未来一年的到期债务约 500 亿元，此外 2022 年公司利息支出为 160 亿元左右，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增长而有所增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司注重可持续发展、环境保护以及安全管理；公司法人治理结构较为完善，公开市场信息披露较为及时，但后续业务协同及转型发展过程中能否有效发挥规模效应、实现利润最大化等仍对公司的治理及经营水平提出较高要求；目前公司 ESG 整体表现适中，未来仍有提升空间。

环境方面，公司的高速公路建设、市政路桥施工等业务可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

社会方面，公司施工业务涉及多起未决诉讼，均为正常业务开展过程中形成的，规模亦不大，对公司影响有限。

治理方面，公司法人治理结构较为完善，职能部门职责分工明确，并制定了财务管理办法等工作指引，多项管理制度较为规范；战略规划明确可行，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时。但公司整合事项基本完成后所涉及的企业、相关人员数量及业务类型众多，后续业务协同及转型发展过程中能否有效发挥规模效应、实现利润最大化等仍对公司的治理及经营水平提出较高要求，中诚信国际将持续关注上述事项的后续进展。此外，截至目前，公司董事、监事以及高级管理人员存在暂时缺位情况，后续相关人员到位情况亦需关注。

外部支持

中诚信国际认为，陕西省政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

陕西省处于连接中国东、中部地区和西北、西南的重要位置，是我国重要的交通枢纽，交通区位优势明显，加之煤炭等自然资源丰富，陕西省经济发展质量和效益表现相对较好，经济与财政实力稳步上升，居于全国中游水平。同时，陕西省整体金融力量相对较好，拥有长安银行股份有限公司、西安银行股份有限公司、陕西秦农农村商业银行股份有限公司、西部证券股份有限公司、开源证券股份有限公司等多家金融机构，可协调金融资源充足。但近年来固定资产投资等继续推升了陕西省政府的资金需求，政府融资规模不断增加，2022 年末陕西省地方政府债务率高于国际 100%警戒标准，加之区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，陕西省政府对公司的支持意愿很强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性很强：公司是陕西省最大的交通项目投融资建设及运营主体，承担全省所有收费还贷高速公路的投资、建设及运营管理，在陕西省高速公路建设与运营业务中处于垄断地位。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由陕西省国资委直接控股，根据陕西省政府意图承担陕西省高速公路建设项目的投融资任务，股权结构和业务开展均与陕西省政府具有高度的关联性。此外，公司绝大部分债务源于高速公路项目建设，所形成的资产与陕西省国计民生息息相关，加之公司债务余额规模很大且市场认可度良好，公司一旦发生违约，将会对当地融资环境产生系统性冲击，失信成本极高，从而使得公司的信用状况与政府深度绑定。
- 3) 过往支持力度大：首先，根据《陕西省人民政府关于组建陕西交通控股集团有限公司的批复》（陕政函[2021]11 号），陕交控在三大集团的基础上合并组建而成，截至 2022 年末，公司已将原陕西省交通厅下属的 11 户单位纳入合并范围，经调整的所有者权益合计达 1,306.33 亿元，资本实力及区域地位得到进一步加强；其次，2022 年公司收到《陕西省财政厅、陕西省人民政府国有资产监督管理委员会、陕西省交通运输厅关于调整政府还贷收费公路车辆通行费收支管理的通知》，文件规定公司作为政府还贷收费公路车辆通行费收入自 2023 年 1 月 1 日起实行企业内部通行费“收支两条线”管理，使用税务票据，不再缴入国库，陕西省财政厅不再通过车辆通行费安

排你公司还本付息、养护、运营管理等支出；公司按照政府债务管理规定和陕西省财政厅要求，每年及时上缴专项债券和存量政府债务付息资金，按计划分年归集还本资金；公司按照企业水利建设基金征收政策向税务部门按期缴纳，陕西省财政厅暂停从公司管理的政府还贷收费公路车辆通行费收入中划转水利建设基金；最后，公司在建高速公路项目得到了政府专项资金支持，2022 年获得国家拨入资本金及车购税补助资金 26.73 亿元，进一步充实了资本实力。

表 20：2022 年末陕西省主要发债省属国有企业情况（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
陕西交通控股集团有限公司	陕西省国资委 100.00%	陕西省最大的交通项目投融资主体	5,734.46	1,776.18	69.03	550.82	12.19	354.38
陕西建工控股集团有限公司	陕西省国资委 90.00%	国有省属建工集团	3,872.39	435.25	88.76	2,336.56	47.96	123.70
陕西延长石油（集团）有限责任公司	陕西省国资委 45.90%	国有省属石油和天然气勘探开采企业	4,889.81	1,714.78	64.93	3,710.98	65.43	1,006.20
陕西投资集团有限公司	陕西省国资委 100.00%	陕西省以能源类投资为主的重要国有资本经营管理主体	2,590.90	812.60	68.64	844.84	60.93	340.80
陕西省水务集团有限公司	陕西省国资委 51.00%	陕西省水务行业重要的投资建设和运营主体	516.47	178.05	65.53	43.59	0.31	45.00
陕西财金投资管理有限责任公司	陕西省财政厅 100%	陕西省重要的省属国有金融资本投资管理平台	269.75	212.86	21.09	0.08	5.45	20.00

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，陕西省政府很强的支持能力和对公司很强的支持意愿可为公司带来极强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，陕交控、四川高速、湖北交投和安徽交控等在运营实力和财务水平方面各有优势，考虑到当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均有很强支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，陕西省与四川省、湖北省、安徽省等区域的行政层级和地位一致，陕西省经济财政实力较弱，但其政府债务规模相对较小；安徽省和湖北省在经济总量、一般公共预算收入及政府债务等方面总体居比较组中游水平；四川省经济总量、一般公共预算收入最高，但其政府债务规模最大。综合来看，四省经济财政实力处于可比区间，对当地平台企业的支持能力无显著差异，基本处于同一档次。陕交控与四川高速、湖北交投、安徽交控均为当地最重要的高速公路投资建设运营主体，均能获得当地政府的有力支持。

其次，陕交控外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比无显著差异。公司与可比对象主业均系高速公路建设及运营，公司所控路产规模、通行费收入和单公里通行费收入在同业中均处于上游水平。同时，公司与可比对象均围绕交通运营主业推进交通相关多元化业务，对收入来源形成重要补充。总体来看，陕交控与可比对象运营实力均很强。

然后，陕交控的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产规模居比较组中上游水平，收入、净利润均居行业下游，经营活动现金流表现好，偿债能力指标表现适中；公司及可比对象在债券市场认可度都很高，可用银行授信充足，融资能力很强。

表 21：2022 年同行业对比表

	陕交控	四川高速	湖北交投	安徽交控
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
地区	陕西省	四川省	湖北省	安徽省
GDP（亿元）	32,772.68	56,749.80	53,734.92	45,045.00
GDP 增速（%）	4.30	2.9	4.3	3.5
人均 GDP（万元）	8.29	6.78	9.22	7.36
一般公共预算收入（亿元）	3,311.60	4,882.20	3,280.73	3,589.05
公共财政平衡率（%）	48.94	40.98	38.03	42.83
政府债务余额（亿元）	9,782.20	17,705.40	13,900.11	13,304.10
控股股东及持股比例	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会 100%	蜀道投资集团有限责任公司 100%	湖北省人民政府国有资产监督管理委员会 90%	安徽省人民政府国有资产监督管理委员会 100%
职能及地位	陕西省最大的交通项目投融资建设及运营主体	四川省内最重要的高速公路投资运营主体	湖北省内最重要的高速公路投资运营主体	安徽省最大的交通基建主体
收费里程（公里）	6,008.00	3,499.67	5,845.84	4,887.65
收费里程占全省比重（%）	90%以上	40%以上	70%以上	85%以上
通行费收入（亿元）	224.90	136.48	179.61	214.65
单公里通行费收入	370~400 万元	380~400 万元	约 300 万元	400 万元以上
总资产（亿元）	5,734.46	3,607.01	6,292.30	3,442.85
经调整的所有者权益合计（亿元）	1,306.34	1,124.84	1,320.80	1,264.59
总债务（亿元）	4,132.11	2,286.74	4,519.17	1,755.45
总资本化比率（%）	75.98	67.03	77.38	58.13
营业总收入（亿元）	550.82	593.45	634.90	653.93
净利润（亿元）	12.19	35.66	45.77	65.24
EBITDA（亿元）	170.65	147.57	160.52	220.41
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.07	1.45	0.92	3.43
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	168.50	52.06	65.62	46.81
总债务/EBITDA（X）	24.21	15.50	28.15	7.96
FFO/总债务（X）	0.00	0.03	-0.01	0.06
总资产收益率（%）	2.85	3.05	2.07	4.19
银行授信余额（亿元）	3,289.23	1,267.25	803.00	3,993.16

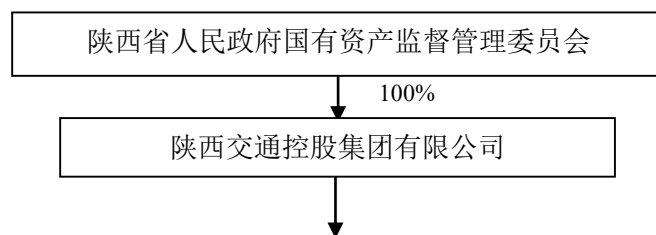
注：1、上表收费里程不包含参股路产；2、收费公路里程为 2023 年 3 月末数据；3、四川高速、陕交控银行授信余额为截至 2023 年 3 月末数据，湖北交投和安徽交控银行授信余额为截至 2022 年末数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

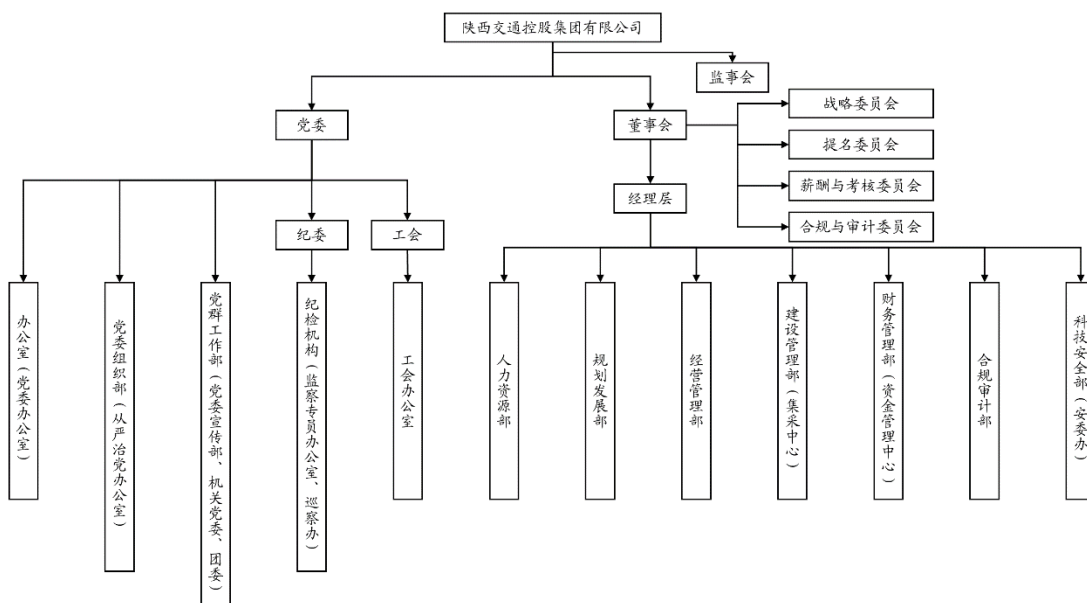
综上所述，中诚信国际维持陕西交通控股集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 陕西交通 MTN007”、“22 陕西交通 MTN006”、“22 陕西交通 MTN005B”、“22 陕西交通 MTN005A”、“20 宝汉高速 MTN001”、“22 陕西交通 MTN004”、“22 陕西交通 MTN003”、“22 陕西交通 MTN002B”、“22 陕西交通 MTN002A”、“22 陕西交通 MTN001”、“20 陕高速 MTN001”、“20 陕高速债/20 陕高速”、“18 陕交建永续期债/18 陕交 Y”、“18 陕交建 MTN002”、“18 陕高速永续期债 01/18 陕高 Y1”、“16 陕高速债 01”、“16 陕高速债 02”、“16 陕高速永续期债 01/16 陕高 01”、“15 陕交建 MTN001”和“14 陕交建 MTN002”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：陕西交通控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



序号	主要子公司名称	注册资本（亿元）	持股比例
1	陕西交控产业发展集团有限公司	20.00	100.00%
2	陕西交控投资集团有限公司	50.00	100.00%
3	陕西交控市政路桥集团有限公司	20.00	100.00%
4	陕西交控科技发展集团有限公司	10.51	100.00%
5	陕西交控服务管理集团有限公司	6.00	100.00%

注：上表仅列示部分重要子公司



资料来源：公司提供

附二：陕西交通控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	1,811,377.65	1,635,146.55	1,467,845.46	1,327,046.45
应收账款	162,387.64	260,748.56	677,407.67	612,699.61
其他应收款	236,536.16	753,466.21	844,583.85	923,703.94
存货	119,615.05	164,306.35	385,771.25	430,200.83
长期投资	476,129.07	470,736.34	561,597.32	577,193.83
固定资产	47,005,860.44	48,569,635.43	50,134,416.57	50,143,068.32
在建工程	2,129,942.50	1,739,891.50	1,537,511.12	1,951,824.51
无形资产	22,741.74	49,280.79	102,386.12	102,193.07
资产总计	52,489,855.85	54,543,676.02	57,344,623.19	57,923,552.22
其他应付款	838,540.80	1,068,752.22	1,012,433.47	1,199,387.84
短期债务	4,561,421.68	5,478,569.16	6,218,967.56	5,443,065.48
长期债务	34,729,092.98	34,280,545.79	35,102,121.04	36,003,595.19
总债务	39,290,514.66	39,759,114.95	41,321,088.59	41,446,660.67
净债务	37,485,083.72	38,219,263.58	40,003,320.89	40,119,614.22
负债合计	36,473,622.00	38,192,254.39	39,582,871.06	39,892,368.57
所有者权益合计	16,016,233.85	16,351,421.63	17,761,752.14	18,031,183.65
利息支出	1,671,066.77	1,710,156.35	1,587,488.02	--
营业总收入	2,030,577.19	4,229,209.02	5,508,216.07	1,855,397.07
经营性业务利润	-418,985.71	135,397.39	113,931.34	40,171.08
投资收益	14,875.95	14,183.84	27,469.35	8,095.55
净利润	-420,217.70	122,393.21	121,866.72	44,591.19
EBIT	1,109,323.45	1,686,160.19	1,595,928.53	--
EBITDA	1,214,941.86	1,779,115.81	1,706,488.75	--
经营活动产生的现金流量净额	588,867.97	1,755,829.00	1,684,996.13	346,595.26
投资活动产生的现金流量净额	-1,561,654.68	-1,488,251.45	-1,995,094.90	-504,512.63
筹资活动产生的现金流量净额	884,825.65	-533,156.85	88,014.03	17,118.51
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	58.54	46.82	34.21	25.85
期间费用率（%）	76.49	42.67	31.45	23.09
EBIT 利润率（%）	54.63	39.87	28.97	--
总资产收益率（%）	2.11	3.15	2.85	2.90
流动比率（X）	0.42	0.46	0.54	0.55
速动比率（X）	0.40	0.43	0.49	0.50
存货周转率（X）	7.04	15.84	13.18	13.49
应收账款周转率（X）	12.50	19.99	11.74	11.50
资产负债率（%）	69.49	70.02	69.03	68.87
总资本化比率（%）	77.03	75.86	75.98	75.66
短期债务/总债务（%）	11.61	13.78	15.05	13.13
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.03	0.00	0.00	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.23	0.03	0.02	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.35	1.03	1.06	--
总债务/EBITDA（X）	32.34	22.35	24.21	--
EBITDA/短期债务（X）	0.27	0.32	0.27	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.73	1.04	1.07	--
EBIT 利息保障倍数（X）	0.66	0.99	1.01	--
FFO/总债务（X）	-0.01	0.00	0.00	--

注：中诚信国际根据 2020 年、2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；其他应付款和其他流动负债中带息债务调入短期债务，长期应付款、其他非流动负债和其他权益工具中带息债务调入长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn